

LEOPOLDO FAIAD DA CUNHA

**PRÁTICAS NÃO-EQÜITATIVAS DE MERCADO E SUA REPRESSÃO
NA ESFERA ADMINISTRATIVA**

Monografia apresentada como requisito parcial para a
conclusão do curso de bacharelado em Direito pela
Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais do Centro
Universitário de Brasília

Orientador: Neide Teresinha Malard

BRASÍLIA - DF

2009.

Dedico este trabalho à minha mãe, Alcimene Abrahão Faiad, pelos primeiros e essenciais ensinamentos; à Professora Maria Elizabeth Guimarães Teixeira Rocha, pelo convite ao mundo da pesquisa científica; à Professora Samantha Meyer-Pflug, por ser uma mentora sem igual; à Professora Neide Malard, orientadora deste trabalho, por dividir comigo seu tempo e grande conhecimento; a Débora de Moura Pires por me apresentar um mundo que somente os poetas podem descrever; dedico, ainda, a todas as mulheres que me ensinaram a ser um bom homem.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, pelo presente da vida. À minha família, por ser a minha mais importante escola. E àquelas pessoas que chamo de amigos, sabem eles que tal título é mais importante do que os dados pela natureza ou pela sociedade, como pais, tios, irmãos e primos, pois a amizade é construída no decorrer da convivência. Aos grandes companheiros de jornada que sempre me ajudaram e também irão no futuro. A essas pessoas agradeço por estarem ao meu lado, e por darem um pouco de si e aceitarem, como retificação, um pouco de mim. Este trabalho não é somente realizado por orientador e orientando, mas por todas as pessoas que ajudaram a me tornar quem sou.

Um especial agradecimento à Comissão de Valores Mobiliários, por me permitir o acesso aos inquéritos analisados nesta pesquisa. Em especial, agradeço a Conceição, Sheila Córdia de Lima, Ricardo Wermelinger, Nilza Pinto Nogueira, Fábio Eduardo Galvão Costa, José Alexandre Cavalcanti Vasco e à Superintendência de Orientação ao Investidor, bem como à pessoa que se encarregou de fotocopiar os processos que foram a base do estudo.

Resumo

O presente trabalho tem como objetivo analisar as práticas não eqüitativas no mercado de capitais e sua respectiva repressão pela esfera administrativa, que engloba a Comissão de Valores Mobiliários e o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Primeiramente, é analisado a estrutura do Sistema Financeiro Brasileiro, depois o mercado de capitais, sua autarquia reguladora e seus agentes com enfoque nas corretoras de valores mobiliários; em um terceiro momento os procedimentos administrativos utilizados na CVM e no CRSFN para a apuração e sanção dos atos irregulares. Por fim, por meio de estudo da jurisprudência administrativa é definido pratica não-eqüitativa, quem são os principais agentes e as sanções aplicadas.

Palavras-chaves: Direito Comercial; Mercado de Capitais; Comissão de Valores Mobiliários; Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional; Práticas não-equitativas

Abstract

This work has the object to explain and analyze the unfair practices in securities market and the punishment by the Securities and Exchange Commission of Brazil and the Obsecration Council of the National Financial System. Initially, the structure of the National Financial System is being analyze, after the securities market itself, its controller agency and the players, focusing on the stockbrokers; then the administrative process used by the Securities and Exchange Commission of Brazil and by Obsecration Council of the National Financial System to solve the irregular acts. At last, it's definite unfair practices, their principal agents, and penalties establish.

Key-Words: Commercial Law; Securities market; Securities and Exchange Commission of Brazil; Obsecration Council of the National Financial System; Unfair practices

SUMARIO

Introdução	6
1 O sistema financeiro nacional.....	8
1.1 Subsistema normativo	10
1.1.1 Conselho Monetário Nacional	10
1.1.2 Banco Central do Brasil.....	12
1.2 Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN.....	12
1.2.1 Origem do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional	13
1.2.2 A fundamentação de um duplo grau administrativo.....	13
1.2.3 Competência do CRSFN	15
1.2.4 Composição do CRSFN.....	16
2 Mercado de capitais	18
2.1 Comissão de Valores Mobiliários	19
2.1.1 A natureza jurídica da CVM.....	21
2.1.2 Competência da CVM	23
2.2 Bolsas de Valores	25
2.2.1 A natureza jurídica da bolsas de valores	26
2.2.2 A auto-regulação do mercado por meio do poder disciplinar das bolsas de valores	27
2.2.2.1 O Fundo de Garantia da Bolsa de Valores	29
2.3 Corretoras de valores no mercado mobiliário.....	29
2.3.1 Natureza jurídica das Corretoras de Valores	30
2.3.2 Responsabilidade perante o público investidor, as empresas emissoras e instituições depositárias	32
3 Procedimento Administrativo Sancionador.....	33
3.1 Procedimento Administrativo de Rito Ordinário.....	33
3.2 Procedimento Administrativo de Rito Sumário.....	35
3.3 Sanções Administrativas.....	36

4 Práticas Não-Equitativas no Mercado De Capitais.....	38
4.1 As práticas não-equitativas: condutas mais frequentes	39
4.2 Pesquisa dos casos de práticas não-equitativas	44
4.2.1 Metodologia utilizada no estudo	45
4.2.2 Definição dos itens analisados.....	46
4.2.3 Avaliação dos dados da pesquisa	47
Conclusão	53
Referências	54

INTRODUÇÃO

Este trabalho tem como objetivo analisar as práticas não-equitativas no mercado de capitais e as decisões proferidas pela Comissão de Valores Mobiliários e pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, fundamentando-se metodologicamente no estudo dogmático do Mercado de Capitais brasileiro e na análise de casos concretos julgados no âmbito administrativo.

O primeiro capítulo descreve o Sistema Financeiro Nacional – SFN, analisando-se as competências do órgão de cúpula, o Conselho Monetário Nacional, bem como as atribuições do Banco Central do Brasil. O foco central deste capítulo é a estrutura e o funcionamento do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, última instância administrativa em questões relacionadas ao mercado de capitais.

O segundo capítulo, também de natureza descritiva, trata da Comissão de Valores Mobiliários e bolsas de valores e das corretoras de valores mobiliários, analisando – se as competências, atribuições e atuação de cada uma dessas entidades, ao longo da evolução legislativa.

No terceiro capítulo, o foco é o processo administrativo sancionador de competência da CVM e do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, descrevendo os ritos e as penalidades aplicadas.

No quarto capítulo serão descritas e analisadas as práticas não-equitativas e suas condicionantes, apresentando-se um estudo dos casos julgados pela CVM e pelo CRSFN, entre 1997 e 2003, relacionados ao tema, apontando-se os agentes envolvidos, relacionando-se as condutas praticadas e as sanções aplicadas, bem como as absolvições e os motivos que as ensejaram.

A pesquisa proporciona à comunidade acadêmica e aos interessados no tema pertinentes ao mercado de capitais a oportunidade de avaliar a efetividade da atuação da CVM, como órgão regulador do Sistema Financeiro Nacional, no que diz respeito ao mercado de valores mobiliários e da eficácia das alterações legislativas que buscaram alinhar o Brasil àqueles países mais atraentes aos investidores.

1 O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

O Sistema Financeiro Brasileiro – SFN teve sua origem em um alvará de D. João VI, Príncipe Regente, que criou o primeiro banco do país, chamado Banco do Brasil.

Foi criada em 16 de março de 1921, por meio do Decreto nº 14.728¹, a Inspeção Geral dos Bancos, que, juntamente com a carteira de Redescontos do Banco do Brasil, compunha a estrutura do SFN. Em 1945, foram criados a Superintendência da Moeda e do Crédito – SUMOC, que atuava como autoridade monetária; o BNDE – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico; as seguradoras e as companhias de crédito e financiamento. Nessa estrutura, o Banco do Brasil atuava tanto como autoridade monetária quanto banco comercial.²

O Sistema Financeiro Nacional, no moldes atuais, teve início na década de 60, em virtude do crescimento dos bancos comerciais. As principais leis do país sobre a regulação bancária dataram dessa década, como a Lei de Correção Monetária (Lei nº 4.357/64), a Lei Bancária (Lei nº 4.595/64) e a Lei de Mercados de Capitais (Lei nº 4.728/65).

A Lei Bancária (Lei nº 4.595/64) foi editada após um longo debate, cerca de 20 anos, sobre a questão regulatória do sistema financeiro, tendo prevalecido a tese da especialização das instituições por atuação, tanto na captação como na aplicação de recursos,

¹ RECEITA FEDERAL DO BRASIL. **Inspetorias Gerais**. Disponível em: <http://www.receita.fazenda.gov.br/Memoria/administracao/reparticoes/1822a1970/insp_gerais.asp>. Acessado em: 4.dez.2009.

² MENEZES DA SILVA, Júlio Alexandre. **O Impacto da Repressão Financeira no Desenvolvimento do Sistema Financeiro Nacional**. 2005. 24 p. Dissertação (Mestrado em economia) Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciências de Informação e Documentação, Universidade de Brasília, Brasília.

ao entendimento de que tal modelo geraria ganho de escala, redução dos custos operacionais, e, conseqüentemente, empréstimos a menores taxas.³

Em 1967 teve início um movimento de fusões e incorporações de instituições financeiras, o que proporcionou a capitalização das empresas do setor e aumento de escala, com menores custos e menores taxas. A partir de então, o governo pode desenvolver uma estratégia voltada para a internacionalização dos bancos.⁴

O desenvolvimento do setor financeiro possibilitou um grande acúmulo de capital, o que levou os bancos a investir em outros produtos. Com isso, o Conselho Monetário Nacional editou a resolução nº 1.524 de 21.09.1988 que autoriza os intermediadores financeiros a funcionarem como bancos múltiplos, aumentando-se, assim, a oferta de produtos bancários.

Sob o aspecto jurídico, o Sistema Financeiro Nacional tem sua matriz na Constituição Federal, cujo artigo 192 estabelece que o SFN deve ser estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e servir aos interesses da coletividade.

O principal objetivo do Sistema Financeiro Nacional é formular e executar a política de moeda e do crédito, objetivando o progresso econômico e social do país.⁵ Na lição de Rogério Gomes de Faria, o principal objetivo do SFN é aproximar tomadores e aplicadores de recursos da maneira mais racional, segura, objetiva e transparente possível, a custos compatíveis com a realidade econômica nacional, oferecendo aos participantes credibilidade e

³ PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007. p. 45.

⁴ *Ob. Cit.* p. 45.

⁵ PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007. p. 48.

rapidez nas trocas de recursos e alternativas variadas na destinação desses recursos, de modo a promover o desenvolvimento equilibrado do país e servir aos interesses da coletividade.⁶

Com efeito, o papel fundamental do SFN é o de integrar pessoas que têm capital excedente para investimento a pessoas que têm interesse nesse capital, para investi-lo e gerar lucro.

1.1 Subsistema normativo

O Sistema Financeiro Nacional é composto por dois subsistemas, sendo um normativo e outro operacional. O subsistema normativo define as normas relativas ao funcionamento do mercado, sendo as suas principais funções regular, controlar e exercer fiscalização sobre as instituições intermediadoras, além de disciplinar todas as atividades de crédito. O controle é efetuado por meio de expedição de normas ou pela oferta seletiva de crédito. Já o subsistema operacional é composto pelas instituições financeiras, que atuam diretamente no mercado, sejam públicas ou privadas.

Os órgãos e entidades que compõem o subsistema normativo são o Conselho Monetário Nacional - CMN, o Banco Central e a Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Neste trabalho o foco de atenção será o mercado de capitais e o órgão responsável por sua regulação, a Comissão de Valores Mobiliários.

1.1.1 Conselho Monetário Nacional

O Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão de cúpula do Sistema Financeiro Nacional, que tem por competência formular toda a política monetária do país, conforme determinado pela Lei nº 4.595/64.

⁶ FARIA, Rogério Gomes de. **Mercado Financeiro: Instrumentos & Operações**. São Paulo: Prentice Hall, 2003. P. 1.

Seus objetivos institucionais são: adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional e seu processo de desenvolvimento; regular o valor interno da moeda, para tanto prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa, as depressões econômicas e outros desequilíbrios oriundos de fenômenos conjunturais; regular o valor externo da moeda e o equilíbrio no balanço de pagamento do País, tendo em vista a melhor utilização dos recursos em moeda estrangeira; orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras, quer públicas, quer privadas, tendo em vista propiciar, nas diferentes regiões do País, condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional; propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos; zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras; coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa.⁷

São membros do CMN o Ministro da Fazenda, que é o seu presidente, o Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão, o Presidente do Banco Central⁸ e outros sete membros nomeados pelo Presidente da República, após aprovação do Senado Federal, escolhidos dentre brasileiros de ilibada reputação e notória capacidade em assuntos econômico-financeiros, para um mandato de sete anos, sendo possível a recondução. O CMN é auxiliado por comissões nas seguintes áreas de especialização: bancária, mercado de capitais, crédito rural e crédito industrial.

⁷ REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. LEI N.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. D.O.U. de 31.1.1965.

⁸ PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007. p. 49.

1.1.2 Banco Central do Brasil

O Banco Central do Brasil - BACEN é autarquia federal, que, nos termos da Lei nº 4.595/64, tem como principais objetivos promover o equilíbrio monetário, zelar pela adequada liquidez da economia, manter as reservas internacionais do país em nível satisfatório, assegurar a formação de poupança em níveis apropriados e garantir a estabilidade e o aperfeiçoamento do sistema financeiro nacional.

O BACEN foi criado para atuar como executor das normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional para regulamentar o Sistema Financeiro Nacional. Em sua atividade de controlador dos bancos, encarrega-se dos depósitos compulsórios e redescontos de liquidez; na qualidade de gestor do SFN, cria normas reguladoras e expede autorizações; como entidade fiscalizadora, intervém no mercado quando necessário; como executor da política monetária, cabe-lhe controlar os meios de pagamento, os orçamentos monetários e instrumentos utilizados na política monetária; na condição de banco emissor, compete-lhe emitir e sanear o meio circulante; por fim, cabem-lhe as importantes tarefas de administrar a dívida pública e gerir as reservas cambiais brasileiras. É também da competência do Banco Central representar o Brasil em instituições financeiras internacionais.⁹

Para o objetivo deste trabalho, será analisada a função normativa e regulamentar do Banco Central, *vis à vis* a competência da Comissão de Valores Mobiliários.

1.2 Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN

O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional foi criado pelo Decreto nº 91.152/85, como órgão de deliberação coletiva de segundo grau, inserido na estrutura do Ministério da Fazenda, com o principal objetivo de julgar, em segunda e última

⁹ PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007. p.51.

instância, os recursos interpostos das decisões relativas à aplicação das penalidades administrativas tomadas pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários.

1.2.1 Origem do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional

Antes da criação do CRSFN, a função julgadora era realizada pelo CMN. Ocorre que o CMN desempenhava inúmeras funções de grande relevância e acabava deixando para segundo plano a função de julgar. Com efeito, o julgamento de tais recursos tornaram-se uma atividade secundária para o Conselho Monetário Nacional, pois sua função principal era a formulação de políticas monetárias para o país. O julgamento dos recursos exigia o exame detalhado de fatos e provas, requerendo dos conselheiros especialização na área bancária. Ademais, o acúmulo de processos acabava por afastar os conselheiros de sua principal tarefa, que era a formulação das políticas monetária e de crédito.¹⁰

Para resolver esse problema, foi criado o CRSFN, Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, de composição paritária, constituído por quatro julgadores do setor público e quatro do setor privado.¹¹

O Conselho tornou-se, então, o órgão máximo de decisão do processo administrativo, no qual se consolida a “coisa julgada administrativa”, não afastada, porém, a intervenção do poder judiciário, conforme o artigo 5º, inciso XXXV, da CF.

1.2.2 A fundamentação de um duplo grau administrativo

Segundo alguns autores, a existência de um duplo grau de jurisdição administrativa é fundamental para garantir segurança aos indivíduos que são investigados por

¹⁰ cf. SADDI, J. Reformando o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. In: **Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Dialética, 1999. p. 51.

¹¹ MAGLIANO FILHO, R. A importância do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) para o mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, n. 30, 2006.

órgãos e entidades da administração pública. Como afirma Marcello Caetano, o duplo grau da jurisdição administrativa é meio de garantia dos administrados nas relações jurídico-administrativas e, também, meio de garantia da legalidade na administração pública.¹²

No tocante ao SFN, tem-se que a Comissão de Valores Mobiliários e o Banco Central do Brasil são órgãos que detêm poderes normativo, fiscalizador, executor e judicante. A primeira função advém da necessidade de regulamentarem diretrizes do Conselho Monetário Nacional, expedindo, para tanto, instruções normativas. Por outro lado, são entidades fiscalizadoras e executoras, competindo-lhes, ademais, investigar, julgar e sancionar condutas ilícitas. Verifica-se assim, que tanto a CVM quanto o BACEN acumularam certas funções, o que leva alguns autores, como Silvânio Covas e Adriana Laporta Cardinali, a entenderem que tal acúmulo não permite neutralidade. A existência de um terceiro órgão, que seja imparcial, para a reapreciação dos processos de investigação de condutas supostamente ilícitas, é essencial. Um órgão específico, dotado de independência, imparcialidade e neutralidade poderia reanalisar não só as questões formais, como também as de mérito, de sorte a garantir um resultado razoável e proporcional, sobretudo em razão da especialização de seus membros.¹³

O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional inclui-se na estrutura do Ministério da Fazenda, funcionando de forma independente em relação à CVM e ao BACEN, o que o torna um tribunal administrativo imparcial.¹⁴

¹² CAETANO, Marcello. **Manual de Direito Administrativo**. Vol. II. 10. ed. Coimbra: Almedina, 2004. p. 1.212.

¹³ COVAS, Silvânio; CARDINALI, Adriana Laporta. **O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional: Atribuições e Jurisprudência**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 83.

¹⁴ COVAS, Silvânio; CARDINALI, Adriana Laporta. **O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional: Atribuições e Jurisprudência**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 83.

1.2.3 Competência do CRSFN

Como órgão julgador no âmbito administrativo, compete ao CRSFN decidir em segunda e última instância administrativa os recursos interpostos das decisões relativas às penalidades administrativas aplicadas pelo Banco Central, pela Comissão de Valores Mobiliários e pela Secretaria de Comércio Exterior.¹⁵

Nos termos do artigo 2º do Decreto nº 1.935/96¹⁶, é competência do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro julgar os recursos voluntários contra: as decisões do Banco Central do Brasil ou da Comissão de Valores Mobiliários que determinem a aplicação de penalidades; a suspensão ou a cassação de funcionamento das sociedades de crédito imobiliário; o cancelamento do Registro Especial na Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil (CACEX) e na Secretaria da Receita Federal; fraudes na exportação; decisões do Banco Central do Brasil relativas a penalidades por infrações à legislação cambial, de capitais estrangeiros e de crédito rural e industrial ou por infração à legislação de consórcios; decisões do Banco Central do Brasil referentes à adoção de medidas cautelares

¹⁵ CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/crsfn/crsatrib.htm>> Acessado em: 17 nov. 2008.

¹⁶ Art. 2º Ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional compete julgar, em segunda e última instância, os recursos:

I - previstos:

- a) no inciso XXVI do art. 4º e no § 5º do art. 44 da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964;
- b) no art. 3º do Decreto-Lei nº 448, de 3 de fevereiro de 1969;
- c) no § 4º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976;
- d) no § 2º do art. 43 da Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964;
- e) no § 2º do art. 2º do Decreto-Lei nº 1.248, de 29 de novembro de 1972; e
- f) no art. 74 da Lei nº 5.025, de 10 de junho de 1966;

II - de decisões do Banco Central do Brasil:

a) relativas a penalidades por infrações à legislação cambial, de capitais estrangeiros e de crédito rural e industrial;

b) proferidas com base no art. 33 da Lei nº 8.177, de 1º de março de 1991, relativas à aplicação de penalidades por infração à legislação de consórcios;

c) proferidas com base no art. 9º da Lei nº 9.447, de 14 de março de 1997, referentes à adoção de medidas cautelares; e

d) referentes à desclassificação e à descaracterização de operações de crédito rural e industrial, e a impedimentos referentes ao Programa de Garantia de Atividade Agropecuária - PROAGRO.

Art. 3º Compete ainda ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional apreciar os recursos de ofício, dos órgãos e entidades competentes, contra decisões de arquivamento dos processos que versarem sobre as matérias relacionadas no inciso I e nas alíneas "a" a "c" do inciso II do art. 2º.

que: (i) determinem o afastamento dos indiciados da administração dos negócios da instituição financeira, enquanto perdurar a apuração de suas responsabilidades; (ii) impeçam que os indiciados assumam quaisquer cargos de deliberação ou administração de instituições financeiras ou atuem como mandatários ou prepostos de diretores ou administradores dessas; (iii) imponham restrições às atividades da instituição financeira; e (iv) determinem à instituição financeira a substituição da empresa de auditoria contábil ou do auditor contábil independente; e por fim, decisões do Banco Central do Brasil referentes à desclassificação e à descaracterização de operações de crédito rural e industrial, além de impedimentos referentes ao Programa de Garantia de Atividade Agropecuária – PROAGRO¹⁷ e, ainda, apreciar os recursos de ofício de decisão que conclui pela não aplicação de penalidade, no caso concreto.

1.2.4 Composição do CRSFN

O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional é composto por oito integrantes, com reconhecida competência e conhecimento especializado em assuntos relativos a mercados financeiro e de capitais, câmbio, capitais estrangeiros, créditos rural e industrial e de consórcios. Quatro conselheiros são originários do setor público e quatro do setor privado, sendo que todos têm um conselheiro suplente. Esta composição paritária do Conselho, que inclui representantes da sociedade civil organizada, permite que o processo decisório seja mais justo e democrático.

Quanto aos conselheiros do setor público, há um representante do Ministério da Fazenda, que é o presidente do Conselho, um representante do Banco Central, um da Secretaria de Comércio Exterior, outro do Ministério da Indústria, Comércio e

¹⁷ COVAS, Silvânio; CARDINALI, Adriana Laporta. **O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional: Atribuições e Jurisprudência**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 43.

Turismo, e outro, ainda, da Comissão de Valores Mobiliários, sendo todos nomeados pelo Ministro da Fazenda.

Em relação aos representantes do setor privado, são as entidades de classe do mercado financeiro, de câmbio, de capitais estrangeiros e de crédito rural e industrial que indicam os seus representantes por meio de uma lista tríplice encaminhada ao Ministro da Fazenda, que nomeia um de cada relação, escolhendo dentre eles o Vice-Presidente do Conselho.

As entidades de classe que integram o CRSFN são a Abrasca – Associação Brasileira das Companhias Abertas; a Anbid – Associação Nacional dos Bancos de Investimento; a CNBV – Associação Nacional das Bolsas de Valores; a FEBRABAN – Federação Brasileira de Bancos, Abel – Associação Brasileira das Empresas de *leasing*; a Adeval – Associação das Empresas Distribuidoras de Valores; e a AEB – Associação de Comércio Exterior do Brasil. Os representantes da Abrasca, Anbid, CNBV e FEBRABAN têm assentos no Conselho como membros titulares, enquanto a Abel, Adeval e AEB têm assentos como suplentes.¹⁸

Os conselheiros têm um mandato de 2 anos, podendo ser reconduzidos uma única vez, regra essa que também se aplica aos suplentes. Para que matérias litigiosas sejam apreciadas, é necessário que estejam presentes três-quartos dos membros do Colegiado. O presidente, além de suas atribuições administrativas previstas no regimento interno do órgão, tem o “voto de minerva” no caso de empate no julgamento.

¹⁸ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: < <http://www.bacen.gov.br/crsfn/crsestru.htm> > Acessado em: 17 nov. 2008.

No tocante à função exercida pelos procuradores da Fazenda Nacional, trata-se de atuação *custus legis*, com responsabilidade de zelar pela fiel observância das normas legais e regulamentares, conforme §2º do artigo 4º do Decreto nº 1.935/1996, com a redação dada pelo Decreto nº 5.363/2005. Ressalte-se, contudo, que os pareceres emitidos pelos procuradores não vinculam o Colegiado.

2 MERCADO DE CAPITAIS

O mercado de capitais é aquele onde são negociados os valores mobiliários. Valores Mobiliários, segundo o artigo 1º da Lei nº 10.981/01¹⁹, são títulos ou contratos de investimento coletivo, ofertados publicamente, que geram direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. Tratam-se de bens que não têm valor intrínseco, pois sua valoração depende de alguns fatores aleatórios, como a liquidez no mercado, por exemplo.

De acordo com Nelson Eizirik, mesmo tendo características de bens fungíveis, os ativos considerados valores mobiliários possuem particularidades únicas, as quais atribuem aos seus titulares diferentes direitos e garantias.²⁰

Até a edição da Medida Provisória nº 1.637/98, que posteriormente foi convertida na Lei nº 10.198/01, conferia-se à noção de valor mobiliário um caráter restritivo. Essa lei, todavia, conferiu uma acepção abrangente aos valores mobiliários, seguindo o

¹⁹ REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. LEI Nº 10.198, DE 14 de fevereiro de 2001. Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências D.O.U. de 16.2.2001.

²⁰ EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de Capitais**: Regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 24.

conceito de *security* do direito norte-americano, e definiu como valores mobiliários aqueles ofertados publicamente como títulos e contratos de investimentos coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive aqueles resultantes de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm de recursos próprios ou de terceiros.

Assim, constituem valores mobiliários todos os investimentos elencados na Lei nº 6.385/76, além daqueles indicados na Lei nº 10.198/01. Dessa forma, o rol de investimentos deixa de ser taxativo e, em consequência, todos os contratos de investimentos que sejam oferecidos ao público investidor, em que o sucesso será de responsabilidade de um terceiro empreendedor, passam a ser considerados valores mobiliários.²¹

Essa abertura normativa conferiu certa flexibilidade conceitual²² aos valores mobiliários, o que afasta a necessidade de se alterar a norma com frequência para adaptá-la aos novos instrumentos que venham a viabilizar os investimentos, como costuma acontecer em mercados dinâmicos.²³

2.1 Comissão de Valores Mobiliários

A Lei nº 4.595/64, chamada de Lei da Reforma Bancária, criou o Banco Central e promoveu uma profunda alteração no Sistema Financeiro Nacional. Para complementá-la, foi editada a Lei nº 4.728/65, com a finalidade de reorganizar e disciplinar o mercado de capitais.

²¹ Cf. EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de Capitais**: Regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 23.

²² Tal inovação ocorreu, com a inclusão do parágrafo IX no artigo 2º da lei nº 6.385/76 que transformou o artigo 2º em norma exemplificativa, e não taxativa, abrindo possibilidade a novos tipos de valores mobiliários.

²³ Cf. MOSQUERA, Roberto Quiroga (Org.). **Aspectos Atuais do Direito do Mercado de Financeiro e de Capitais**. II vol. São Paulo: Dialética, 2000. p. 70.

Em dezembro de 1976, foram editadas as Leis nº 6.404²⁴, referente às sociedades anônimas, e nº 6.385²⁵, que criou e organizou a Comissão de Valores Mobiliários.

Aproximadamente vinte anos após a criação da CVM, em 1997, a Lei nº 6.385/76 sofreu algumas alterações pela Lei nº 9.457²⁶, que conferiu maiores poderes à CVM, tornando mais eficaz sua atuação repressiva, por meio de sanções mais severas.

Essas alterações fizeram-se necessárias em razão da reestruturação da geopolítica mundial e da reorganização da economia global. Tanto o Brasil quanto as empresas brasileiras tiveram de se adaptar a essa nova realidade. Como afirma Antônio Kandir:

“Há um grande descompasso entre as condições econômicas à época da implementação da legislação em vigor, de 1976, e o cenário atual. Na década de 70, as atividades produtivas estavam essencialmente voltadas para o mercado interno. O Estado brasileiro exibia então ampla capacidade de se endividar e, ao mesmo tempo, prover créditos subsidiados para as empresas. Num mercado protegido da concorrência estrangeira, as companhias ainda dispunham de liberdade para impor margens de lucros que lhes garantiram autofinanciar-se com facilidade.”²⁷

Assim sendo, mostrou-se indispensável a reformulação do arcabouço jurídico até então vigente, para adaptá-lo à realidade do mercado global. Foi, então promulgada a Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001²⁸, regulamentada pelo Decreto nº 3.995, de 31 de outubro de 2001, editando-se, ainda, na mesma data, a Medida Provisória nº

²⁴ REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. LEI N.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. D.O.U. de 17.12.1976.

²⁵ REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. LEI No 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. D.O.U. de 9.12.1976.

²⁶ REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. LEI Nº 9.457, de 5 de maio de 1997. Altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

²⁷ KANDIR, Antonio. **Reforma da lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro; Forense, 2002, p.6.

²⁸ REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. LEI N.º 10.303 de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. D.O.U. de 01.11.2001.

8, de 31 de outubro de 2001, que mais tarde, em 26 de fevereiro de 2002, foi convertida na Lei nº 10.411²⁹.

Entre as principais alterações introduzidas por esse conjunto normativo, vale mencionar a inclusão de novos títulos e contratos, ampliando-se o conceito de valores mobiliários, e a extensão das competências da CVM e alteração dos respectivos procedimentos internos.³⁰

2.1.1 A natureza jurídica da CVM

A Medida Provisória nº 8/2001 deu novos poderes à CVM, conferindo-lhe maior liberdade para regular e organizar o mercado de capitais, de forma a garantir aos investidores minoritários transparência e facilidade de acesso a informações. Com isso, aumentou-se o número de agentes submetidos ao poder de polícia da CVM, que passou a supervisionar, também, os agentes intermediários e todas as negociações de derivativos.

A flexibilidade normativa concedida à CVM é essencial para que o país acompanhe o dinamismo da economia global e as demandas dos grandes investidores, que cada vez mais requerem maiores proteções contra fraudes, indo, ademais, ao encontro do desejo dos empresários que pretendem desenvolver-se sem entraves e adaptar suas empresas a novas formas societárias.³¹

Com a edição da Lei nº 10.411/02, a CVM foi transformada em autarquia sob regime especial, com personalidade e patrimônio próprios, autonomia financeira e

²⁹ REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. LEI N.º 10.411 de 26 de fevereiro de 2002. Altera e acresce dispositivos à Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. D.O.U. de 27.2.2002.

³⁰ EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de Capitais: Regime jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 23.

³¹ Cf. LAMY, Alfredo ; PEDREIRA Bullhões. A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de janeiro: Editora Renovar, 1997, p. 74

orçamentária e independência administrativa. Seus dirigentes, um presidente e quatro diretores, não se subordinam hierarquicamente a qualquer autoridade, desfrutando de mandato fixo de cinco anos e estabilidade no cargo. A perda do cargo só poderá ocorrer no caso de condenação judicial transitada em julgado ou processo administrativo disciplinar, segundo o artigo 5º, §2º da Lei nº 6.385/76.

Alguns autores contestam a independência da CVM, em razão de seu poder regulamentar estar subordinado a outro órgão do executivo, o Conselho Monetário Nacional. Para Fernando A. Albino de Oliveira, há uma hierarquia entre as regras baixadas pelo CMN e aquelas editadas pela CVM, estando implícito na Lei que é do Conselho Monetário Nacional a competência para fixar as diretrizes. À CVM cabe cumpri-las, editando, se necessário, regras de alcance menor, para tornar eficazes os parâmetros traçados pelo Conselho Monetário Nacional.³²

Ademais, o poder sancionador da CVM estaria também limitado pelo CRSFN – Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, que funciona como uma segunda instância no âmbito administrativo, com competência para rever decisões da Comissão.

Nessa linha, entende Alexandre Santos Aragão que os poderes conferidos à CVM não foram suficientes para caracterizá-la como um agência reguladora, tendo em vista o fato de ser o seu poder normativo controlado pelo CMN, e o seu poder sancionador pelo CRSFN.³³

³² OLIVEIRA, Fernando A. Albino, **Poder Regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários**, mimeo, Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade do Estado de São Paulo – USP, p. 84.

³³ ARAGÃO, Alexandre Santos de, **Agências Reguladoras**. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2002. 1 ed. p. 304.

2.1.2 Competência da CVM

As competências da Comissão de Valores Mobiliários para disciplinar e fiscalizar as atividades ligadas ao mercado de valores mobiliários estão fixadas na Lei nº 6.385/76.

A definição de valor mobiliários é basilar para a delimitação do campo de abrangência da atuação da CVM³⁴, que, aliás, foi expandido em três momentos diferentes, com a edição da Lei nº 9.457/97, da Lei nº 10.198/01 e da Lei nº 10.303/01.

Nos termos do artigo 8º da Lei nº 6.385/76³⁵, cabe à CVM regulamentar a emissão, distribuição, negociação e intermediação de valores mobiliários e administração de carteiras, a custódia de valores mobiliários, auditoria das companhias abertas e os serviços de consultor e analista de valores mobiliários, sendo também responsável pela organização e funcionamento das operações das bolsas de valores e de mercadorias e futuros.

³⁴ Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV - as cédulas de debêntures;
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - as notas comerciais;
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
- IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:

- I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;
- II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

³⁵ Art. 1º - Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades:

- I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;
- II - a negociação, e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- III - a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores;
- IV - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- V - a auditoria das companhias abertas;
- VI - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

São, portanto, submetidos à autoridade da CVM companhias abertas, empresas de auditoria, corretoras de valores mobiliários, agentes autônomos de investimento, fundos de investimento, administradores de carteira, enfim, todas as entidades que exercem atividades envolvendo valores mobiliários.³⁶

Entre as responsabilidades da CVM inclui-se a de definir os tipos de instituições que poderão atuar no mercado mobiliário, assim como as espécies de atividades que podem ser exercidas. É, igualmente, de sua responsabilidade expedir normas relativas a informações mínimas e à periodicidade e apresentação dessas informações por pessoas que tenham acesso a informações privilegiadas. Pode, também, a CVM expedir normas aplicáveis às companhias abertas e regras sobre padrões de contabilidade e relatórios de auditores independentes.

As alterações introduzidas pela legislação complementar à Lei nº 6.385/76 aumentaram consideravelmente o poder de fiscalização da CVM, a ponto de impor às pessoas físicas e jurídicas de direito privado, deveres e obrigações de prestação e de abstenção de atos próprios, como obrigação de fazer ou não fazer e condutas referentes à sua privacidade, cerceando-lhes a liberdade e direitos subjetivos.³⁷

Com efeito, pode a CVM ter acesso a documentos, registros, programas eletrônicos e arquivos magnéticos ou de qualquer natureza, conforme disposto no artigo 9º da Lei nº 6.385/76. Tal poder de polícia só poderá atingir pessoas fora do âmbito de atuação da CVM, quando o envolvimento destes ficar comprovado no processo administrativo,

³⁶ EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de Capitais**: Regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 246.

³⁷ EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de Capitais**: Regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 246.

asseguradas todas as garantias processuais, como a ampla defesa e a fundamentação de decisões.³⁸

2.2 Bolsas de Valores

As bolsas de valores constituem atividade essencial ao funcionamento da economia de mercado. É nas bolsas que as pessoas que possuem capital ocioso e indivíduos que necessitam de recursos para investir em alguma atividade se unem com o objetivo de desenvolver algum tipo de exploração econômica.

A palavra bolsa, em seu sentido comercial e financeiro, nasceu em Bruges, cidade da Bélgica, onde se realizavam assembléias de comerciantes na casa de Van der Burse.³⁹

Sem o suporte de crédito e com as dificuldades de comunicação, durante a Idade Média até o século XVII, as atividades nas bolsas se resumiam à compra e venda de moedas, letras de câmbio e metais preciosos.

Essas atividades, no entanto, não eram objeto de preocupação do poder público. Foi somente na primeira metade do século XX, com a quebra da Bolsa de Nova York, em 1929, que os Estados Nacionais passaram a exercer algum tipo de controle sobre as bolsas de valores. Como observam Carvalhosa e Eizirik,

Até então prevalecia a filosofia do '*caveat emptor*' (acautele-se comprador) abstendo-se o Estado de exercer qualquer regulação nas bolsas de valores. Após a crise de 29, porém, no bojo das reformas ocorridas no período do *New Deal*, nos Estados Unidos, foi institucionalizado todo um sistema de

³⁸ EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de Capitais**: Regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 247.

³⁹ Cf. CASAGRANDE Neto, Humberto; SOUZA, A. Lucy; ROSSI, Maria Cecília. **Abertura do Capital de Empresas no Brasil**. 3. ed. Ed. São Paulo:Atlas, 2000. p. 15

disciplina legal do mercado de capitais, que posteriormente foi adotado em quase todos os países da Europa e também entre nós...⁴⁰

A partir de então, a regulação estatal tornou-se essencial para o correto funcionamento do mercado de capitais, criando-se, em todo o mundo, mecanismos de controle e fiscalização que pudessem dar sustentação e credibilidade às operações bursáteis.

2.2.1 A natureza jurídica das bolsas de valores

Tal é a importância social das bolsas de valores que muito se discute sobre a sua natureza pública, em vista dos diversos interesses envolvidos em tal atividade. A esse propósito, Ary Oswaldo Mattos Filho afirma que “*são as Bolsas de Valores categorizadas, pela Lei n. 6.385/76, como órgãos auxiliares da CVM, razão porquê têm encargo de fiscalizar, não só a correção das negociações nela realizadas, como também a sua consonância aos padrões legais,*”⁴¹

Ocorre, porém, que tais instituições não nascem por força normativa, e sim por um natural movimento do mercado, a partir do interesse de corretores, investidores e investidos de se organizarem. Todavia, não têm eles absoluta liberdade de contratar, submetendo-se a algumas determinações do Estado.

Conforme argumentam Arnaldo Wald e Nelson Eizirik:

[...]trata-se de entidade civil, pessoa jurídica de direito privado, que exerce algumas funções delegadas do Poder Público e outras próprias, estas sem qualquer interferência das autoridades administrativas.

⁴⁰ Inquérito Administrativo n. 10/88. Apud CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A Nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002. p.451.

⁴¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Inquérito Administrativo n.10/88. Ary Oswaldo Mattos Filho. 06.11.1991.

Assim, a liberdade de atuação da Bolsa é, em princípio, ampla, prevalecendo em suas atividades não ligadas ao exercício do poder disciplinar sobre os seus membros o princípio da liberdade contratual.⁴²

Fábio Konder Comparato, na mesma linha, afirma que, nessas instituições, a autonomia da vontade é extremamente reduzida, sendo inúmeras as situações em que se impõem limites definidos pelo poder público⁴³.

As bolsas de valores são entidade que podem apresentar-se sob a forma de associações civis sem fins lucrativos ou de sociedades anônimas, com o objetivo de lucro. Seja qual for a forma escolhida, devem as bolsas submeter à CVM, para fins de aprovação, o seu estatuto social, regimento interno e demais atos societários.

A Resolução nº 39 do Conselho Monetário Nacional, de 20.10.66, disciplina a constituição, organização e o funcionamento das bolsas. Ao longo do tempo, algumas pequenas alterações foram feitas na referida norma, mas foi somente em 28 de outubro de 2000, por meio da Resolução nº 2.690 do BACEN, que se permitiu às bolsas de valores se organizarem sob a forma de sociedades anônimas.

2.2.2 A auto-regulação do mercado por meio do poder disciplinar das bolsas de valores

Cabe às bolsas, no cumprimento de seu papel auto-regulador, conforme determinado pela Resolução nº 39/66 do Conselho Monetário Nacional, colaborar com a autoridade reguladora, na função desta de zelar para o bom funcionamento do mercado, estimulando o seu crescimento, coibindo abusos e sancionando intermediários, emissores de títulos e investidores que eventualmente venham a fazer mal uso dos instrumentos de

⁴² WALD, Arnaldo; EIZIRIK, Nelson. O regime Jurídico das Bolsas de Valores e sua Autonomia frente ao Estado. **Revista de Direito Mercantil**. n. 61. São Paulo.

⁴³ COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 1995.

mercado.⁴⁴ Podem até mesmo examinar os livros das corretoras, registros e qualquer documentos ligados às suas atividades, em busca de evidências referente a infrações, sendo cabíveis sanções, no caso de recusa ou embaraço.⁴⁵

A auto-regulação das bolsas está fundamentada no pressuposto da eficiência, pois a ação de um órgão regulador implica elevados custos quando se busca ampliar a abrangência do controle e da fiscalização. Desse modo, uma entidade auto-reguladora, em razão de sua grande especialização e proximidade dos fatos relevantes à regulação, dispõe de maior sensibilidade para avaliá-los e normatizá-los, além de agilidade e custos moderados.

Por outro lado, a elaboração e o estabelecimento, pela própria comunidade, de normas que disciplinam suas próprias atividades costumam revestir-se de maior legitimidade, gerando maior aceitação e responsabilidade no seu cumprimento, além de diminuir, em consequência, a necessidade de intervenção do Estado.

Com a nova redação dada pela Lei nº 9.457/97, a Lei nº 6.385/76 em seu art. 17, parágrafo único, dispõe que “Às Bolsas de Valores e às entidades de mercado do balcão organizado incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações nelas realizadas.”

Assim, em nosso ordenamento jurídico, a auto-regulação decorre da própria Lei, estando disciplinado, na Instrução 31, de 08/02/84.⁴⁶ Tal instrução tem como objetivo

⁴⁴ VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. **As Sociedades Corretoras e o Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: Lumen Júris, 2003. p. 76.

⁴⁵ LAMEIRA Valdir de Jesus. **Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000. p. 128.

⁴⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Órgão Regulador e a Experiência Auto Regulatória**. mai. 2001. Disponível em: <www.cvm.gov.br/port/public/publ/PalestraAuto-regulacao.ppt>. Acessado em: 5.jun.2009.

definir as diretrizes de auto-regulação para maximizar a eficiência regulatória, evitando a centralização excessiva do poder de editar normas e fiscalizar seu cumprimento.

2.2.2.1 O Fundo de Garantia da Bolsa de Valores

Nos termos da Resolução nº 39, da CMN, de 20 de outubro de 1966, as bolsas de valores deverão manter um fundo de garantia, cuja finalidade exclusiva é assegurar aos clientes de seus associados, até o seu limite, a reposição de títulos e valores mobiliários negociados em bolsa, bem como a devolução das diferenças de preços decorrentes de dano culposo ou de infiel execução de ordens aceitas, ou ainda de uso inadequado de importâncias recebidas para compra ou venda de títulos e valores mobiliários.

Inicialmente, esse fundo era constituído por 25% das importâncias pagas pelas Corretoras, quando adquiriam os títulos patrimoniais da bolsa de valores. Depois, passaria a ser mantido pelo percentual de 1% deduzido das corretagens cobradas pelas corretoras-membros nas operações realizadas em seus pregões.

O ressarcimento efetuado pelo fundo de garantia visa, basicamente, a cobrir a responsabilidade civil da corretora, motivo pelo qual se diz que o fundo de garantia possui uma responsabilidade reflexa da sociedade corretora.⁴⁷

2.3 Corretoras de valores no mercado mobiliário

As corretoras de valores são agentes essenciais ao funcionamento do mercado de capitais, pois somente por seu intermédio é possível realizar investimentos nas bolsas de valores. As práticas não-equitativas praticadas por esses agentes será o objeto de estudo deste trabalho.

⁴⁷ EIZIRIK, Nelson. **Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Forense, 1987. p. 251.

No Brasil, esses agentes eram denominados corretores de fundos públicos, e considerados auxiliares do comércio, conforme disposto no artigo 35, I, do Código Comercial Brasileiro. Eram pessoas físicas que exerciam uma atividade tipicamente comercial, com caráter de ofício público vitalício⁴⁸. Posteriormente, com a reforma do mercado de capitais, por meio da Lei nº 4.728/65, foram criadas as sociedades corretoras, espécie do gênero instituição financeira, atuando como pessoa jurídica.⁴⁹

2.3.1 Natureza jurídica das Corretoras de Valores

Com a reforma do mercado de capitais, algumas instituições passaram a integrar a categoria de instituições financeiras.⁵⁰ Conforme afirma Arnold Wald:

Para a melhor compreensão do tema epigrafoado, é importante o estudo relacionado da Lei Bancária (Lei nº 4.595/64) e da Lei de Mercados de Capitais (Lei nº 4.728/65). Isto porque, quando promulgada a Lei Bancária ainda não havia alguns tipos de instituições. Assim, como observa Wald, a Lei nº 4.728/65 permitiu a plena integração entre o mercado financeiro e o de capitais, estabelecendo em seu artigo 1º que : ‘os mercados financeiro e de capitais serão disciplinados pelo Conselho Monetário Nacional e fiscalizados pelo Banco Central do Brasil.’⁵¹

De fato, o artigo 5º da Lei nº 4.728/65 inseriu dentre os integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários as sociedades corretoras de valores mobiliários, cuja constituição, organização e funcionamento foram disciplinados pela Resolução nº 1.655, de 26 de outubro de 1989, do CMN⁵².

⁴⁸ PAIVA, Heitor Gomes de. **Contrato de Corretagem**. Rio de Janeiro: Universidade do Estado da Guanabara, 1963. p. 194.

⁴⁹ VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. **As Sociedades Corretoras e o Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: Lumen Júris, 2003. p. 139.

⁵⁰ VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. **As Sociedades Corretoras e o Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: Lumen Júris, 2003. p. 142.

⁵¹ WALD, Arnoldo. A Caracterização da Corretora de Câmbio e Títulos Como Instituição Financeira e Seu Regime Legal. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico, Financeiro**. v. 36, 1979. p. 13.

⁵² CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução nº 1655 de 26 de outubro de 1989. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=089147609&method=detalharNormativo>>. Acessado em: 3.jun.2009.

No artigo 2º da resolução o CMN determina o objeto social das corretas que é o seguinte:

A Lei nº 6.385/76 e o art. 15 do Decreto nº 3.995/2001⁵³ tratam da competência privativa da Comissão de Valores Mobiliários para coordenar as corretoras de valores e seus membros, função antes pertencente ao Conselho Monetário Nacional.

As sociedades corretoras estão sujeitas a uma tríplice e permanente fiscalização. A primeira é realizada pelas bolsas de valores, voltada para o cumprimento das normas operacionais e formalidades necessárias para atuar no mercado. A segunda é da competência da Comissão de Valores Mobiliários, direcionada ao cumprimento das normas e atos normativos editados pela Comissão. Por fim, há a fiscalização do Banco Central sobre o controle acionário, cuidando o BC de aprovar os atos societários e indicações de dirigentes,

-
- I - operar em recinto ou em sistema mantido por bolsa de valores;
 - II - subscrever, isoladamente ou em consórcio com outras sociedades autorizadas, emissões de títulos e valores mobiliários para revenda;
 - III - intermediar oferta pública e distribuição de títulos e valores mobiliários no mercado;
 - IV - comprar e vender títulos e valores mobiliários por conta própria e de terceiros, observada regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil nas suas respectivas áreas de competência;
 - V - encarregar-se da administração de carteiras e da custódia de títulos e valores mobiliários;
 - VI - incumbir-se da subscrição, da transferência e da autenticação de endossos, de desdobramento de cautelas, de recebimento e pagamento de resgates, juros e outros proventos de títulos e valores mobiliários;
 - VII - exercer funções de agente fiduciário;
 - VIII - instituir, organizar e administrar fundos e clubes de investimento;
 - IX - constituir sociedade de investimento - capital estrangeiro e administrar a respectiva carteira de títulos e valores mobiliários;
 - X - exercer as funções de agente emissor de certificados e manter serviços de ações escriturais;
 - XI - emitir certificados de depósito de ações e cédulas pignoratícias de debêntures;
 - XII - intermediar operações de câmbio;
 - XIII - praticar operações no mercado de câmbio de taxas flutuantes;
 - XIV - praticar operações de conta margem, conforme regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários;
 - XV - realizar operações compromissadas;
 - XVI - praticar operações de compra e venda de metais preciosos, no mercado físico, por conta própria e de terceiros, nos termos da regulamentação baixada pelo Banco Central do Brasil;
 - XVII - operar em bolsas de mercadorias e de futuros por conta própria e de terceiros, observada regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil nas suas respectivas áreas de competência;
 - XVIII - prestar serviços de intermediação e de assessoria ou assistência técnica, em operações e atividades nos mercados financeiro e de capitais;
 - XIX - exercer outras atividades expressamente autorizadas, em conjunto, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários.

⁵³ REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. DECRETO N.º 3.955, de 31 de outubro de 2001. Altera e acresce dispositivos à Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, nas matérias reservadas a decreto. D.O.U. de 1.11.2001.

além de promover intervenção em caso de irregularidades e até mesmo a liquidação extrajudicial.⁵⁴

As sociedades corretoras detêm o monopólio na intermediação de negócios envolvendo a compra e venda de ações de sociedades anônimas de capital aberto⁵⁵. Esse monopólio tem como consequência a responsabilidade das corretoras de valores para com os seus comitentes e para com as outras sociedades com as quais hajam operado, conforme estabelecido na Resolução BACEN nº 2.690, de 28 de janeiro de 2000.

2.3.2 Responsabilidade perante o público investidor, as empresas emissoras e instituições depositárias

A Resolução do BACEN nº 2.690, de 28 de outubro de 2000, dispõe que as sociedades são responsáveis nas operações realizadas em bolsa de valores, para com os seus comitentes e para com outras sociedades com as quais haja operado, (i) por sua liquidação, (ii) pela sua legitimidade dos títulos ou valores mobiliários entregues e (iii) pela autenticidade dos endossos em títulos e valores mobiliários e legitimidade de procuração ou documento necessário à transferência dos mesmos.

Não se trata, porém, de responsabilidade objetiva, sendo, portanto, necessário que o comitente demonstre o dano sofrido. No entanto, os prejuízos podem ser reclamados junto ao Fundo de Garantia pelo investidor prejudicado, situação esta que não exclui a possibilidade de questionamento judicial.

⁵⁴ VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. **As Sociedades Corretoras e o Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: Lumen Júris, 2003. p. 155.

⁵⁵ VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. **As Sociedades Corretoras e o Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: Lumen Júris, 2003. p. 145.

3 PROCEDIMENTO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR

A Comissão de Valores Mobiliários pode impor sanções às pessoas que praticam atos qualificados em lei ou regulamento como ilícitos administrativos⁵⁶. A imposição de sanções, no entanto, deve ser precedida de processo que assegure aos investigados as garantias fundamentais previstas na Constituição Federal.

Em 1999, foi editada a Lei nº 9.784, de 29 de janeiro, que regula o processo administrativo no âmbito da administração pública federal, contemplando garantias que já vinham sendo asseguradas no âmbito da CVM.

O processo administrativo sancionador conduzido pela CVM segue as disposições da Lei nº 9.784/99, obedecendo-se aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, proporcionalidade, contraditório, ampla defesa, publicidade e segurança jurídica. Além disso, existe uma clara separação funcional entre as fases de instrução e contraditório, que se inicia com a intimação dos indiciados para apresentar defesa⁵⁷.

Existem dois tipos de procedimento administrativo sancionador no âmbito da CVM: o procedimento por rito ordinário, que foi regulado pela Resolução CMN nº 454/1977 e pela Deliberação da CVM nº 457/2002 e respectivas alterações; e o procedimento por rito sumário, regulado pela Instrução da CMN nº 1.657/1989 e pela Instrução CVM nº 251/1996 e respectivas alterações.

3.1 Procedimento Administrativo de Rito Ordinário

O procedimento por rito ordinário inicia-se com a elaboração de um termo de acusação pelas áreas técnicas, no qual são descritas as práticas alegadamente irregulares e

⁵⁶ MEDAUAR, Odete. **A Processualidade no Direito Administrativo**. RT:São Paulo, 1993. p.115.

⁵⁷ CVM, Parecer de Orientação n. 6, de 28.04.1980.

indicados os responsáveis. Caso a área técnica entenda que não há elementos suficientes para produzir o termo de acusação, será instaurado um inquérito administrativo, conduzido por uma comissão de inquérito, cujo relatório, que não deve conter juízo de valor, não vincula a decisão do colegiado.

A peça acusatória deve apresentar todos os elementos indispensáveis à caracterização do ilícito, contendo uma exposição minuciosa do fato, com todas as suas circunstâncias, bem como a classificação do ilícito. O termo de acusação e o relatório da comissão de inquérito serão, em seguida, analisados pela Procuradoria Federal Especializada da CVM. Não havendo indícios suficientes, o processo será arquivado.

O acusado poderá apresentar defesa ou proposta de termo de compromisso, com exceção dos casos relativos às irregularidades previstas na Lei nº 9.616/1998, referente a lavagem de dinheiro, segundo a Deliberação nº 457/2002, em seu artigo 9º.

Se houver a apresentação de proposta para celebração de um termo de compromisso, o Superintendente Geral, após análise da Procuradoria, submeterá tal proposta ao Comitê de Termo de Compromisso, que deverá elaborar parecer sobre a oportunidade e a conveniência na celebração, bem como sobre os termos da proposta apresentada pelo acusado.

Se for apresentada defesa, os autos serão remetidos ao Colegiado para sorteio do relator. Em sua defesa, o acusado poderá solicitar produção de provas ao relator, que também poderá indicar diligências que entender necessárias. Da decisão do relator que indeferir a prova cabe recurso, no prazo de cinco dias, para o Colegiado.

O julgamento do processo será realizado em audiência pública, exigida a presença mínima de três membros do Colegiado. Da decisão colegial cabe recurso no prazo

de 30 dias, a contar da ciência da decisão, conforme artigo 14 da Resolução nº 454, de 16 de novembro de 1977⁵⁸, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Caso a decisão proferida absolva o acusado, deve a Comissão de Valores Mobiliários interpor recurso de ofício para que seja analisada a sua decisão.

Nos casos de irregularidades relacionadas a lavagem de dinheiro, crimes tipificados na Lei nº 9.616/98, ou relativas à atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro, de que trata a Lei nº 10.214/2001, o recurso será interposto ao Ministério da Fazenda, no prazo de 15 dias.⁵⁹

3.2 Procedimento Administrativo de Rito Sumário

O procedimento administrativo de rito sumário encontra-se disciplinado na Resolução CMN nº 1.657/1989, e é aplicável no caso de infração de natureza objetiva a que se comine penalidade de multa pecuniária até o máximo de R\$ 100.000,00 (cem mil reais).

As hipóteses de aplicação do procedimento sumário estão elencadas na Instrução CVM nº 251/1996, que foi parcialmente alterada pela Instrução CVM nº 335/2000. O rito sumário tem cabimento em infrações de natureza objetiva, cuja relação encontra-se na instrução da CVM nº 251/1996. Devido à reduzida fase probatória, esse procedimento não tem a capacidade de analisar a fundo a culpabilidade.

As infrações de natureza objetiva são aquelas em que existe presunção relativa de veracidade e responsabilidade, como por exemplo, quando uma companhia aberta

⁵⁸ Art. 14. Da decisão será intimado, por escrito, o processado, cabendo-lhe recurso, total ou parcial, ao Conselho Monetário Nacional.

Parágrafo único. O recurso, que terá efeito suspensivo, deverá ser interposto dentro do prazo máximo de 30 (trinta) dias, contados da data de ciência da decisão pelo processado.

⁵⁹ Deliberação CVM n. 457/2002.

não publica, no prazo determinado em lei, as demonstrações financeiras; ou quando o acionista controlador deixa de acatar pedido de acionistas minoritários, devidamente legitimados, de instalar Conselho Fiscal.

Nesses casos o inquérito será instaurado e julgado pela Superintendência responsável, cabendo, a própria área técnica que apreciar a defesa apresentada⁶⁰. É concedido um prazo de 10 dias para a apresentação da defesa pelo acusado. Caso a decisão seja condenatória, cabe recurso, com efeito suspensivo, ao Colegiado da CVM. Caso seja mantida a decisão, cabe novo recurso, no prazo de quinze dias, ao CRSFN.

3.3 Sanções Administrativas

As sanções a serem impostas aos infratores são: advertência, multa suspensão do exercício de cargo, inabilitação para o exercício do cargo, suspensão de autorização ou registro para o exercício de atividades, cassação de autorização ou registro para o exercício ou atividades, proibição para a prática de atividades ou operações e proibição de atuar em determinadas de operações de mercado. A advertência é a penalidade aplicada nos casos de infrações mais brandas. É uma repreensão feita por escrito ao acusado.

A multa, por sua vez, é uma sanção pecuniária sem o caráter compensatório. De acordo com o artigo 11, §1º da Lei nº 9.457/97, a multa não excederá o maior dos seguintes valores: quinhentos mil reais; cinquenta por cento do valor da emissão ou operação irregular; ou três vezes o montante da vantagem econômica ou da perda evitada em decorrência do ato ilícito. Dessa forma, se um agente realizou uma operação no valor R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais), que lhe gerou lucro de R\$ 10.000.000,00 (dez

⁶⁰ DUBEUX, Júlio Ramalho. **A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006. p. 96.

milhões de reais), a multa que lhe será aplicada, pode ser de até R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais), referente à três vezes a vantagem econômica obtida.

Na dosagem da multa devem ser consideradas pelo julgador as condições sócio-econômicas do apenado, o delito cometido, suas repercussões, o grau de culpabilidade e as circunstâncias atenuantes e agravantes.

A pena de suspensão, por sua vez, está prevista no inciso III do artigo 11 da Lei nº 6.385/76 para os administradores ou conselheiros fiscais de companhias abertas, de entidades do sistema de distribuição ou de outras entidades subordinadas às determinações da CVM. Como as Leis nº 6.385/76 e nº 9.457/97 não trataram sobre a duração da suspensão, aplica-se o artigo 130 da Lei nº 8.112/90, segundo o qual aquela penalidade não pode exceder a 90 dias. Durante o período da suspensão do cargo, o apenado não poderá exercer a atividade objeto da suspensão em nenhuma outra companhia.⁶¹

Outra penalidade não pecuniária é a inabilitação, sanção extremamente severa, que impede o infrator de exercer por um período de até 20 anos a atividade de conselheiro fiscal ou administrador em qualquer entidade submetida à jurisdição da Comissão de Valores Mobiliários. É importante atentar para o risco de a pena de inabilitação alcançar o termo da expectativa de vida do apenado, o que a tornaria perpétua, situação que nossa Constituição Federal não permite, segundo o artigo 5º, XLVII. Nesse caso, como observa Eizirik, deve-se observar a idade do sancionado⁶².

A cassação de autorização ou registro é outra sanção rigorosa a que estão sujeitas as entidades reguladas pela CVM. Neste caso, cancela-se o registro previamente

⁶¹ Cf. Processo Administrativo da CVM RJ 2005/0097, Relatora. Diretora. Maria Helena de Santana, j. 15.03.2007

⁶² EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de Capitais**: Regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 322.

autorizado pela Comissão, ficando a entidade inabilitada para atuar no mercado, pelo prazo máximo de 20 anos.

A proibição temporária está prevista no inciso VII do artigo 11 da Lei 6.385/76, e refere-se às entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários ou outras que dependam de autorização ou registro da CVM. O prazo máximo da proibição temporária de 20 anos. Implica a penalidade na vedação de realizar determinados tipos de operações no mercado. Tal sanção não cassa a autorização ou registro da entidade apenada, que poderá realizar outras atividades normalmente.

A grande distinção entre suspensão e cassação de autorização ou registro é que a suspensão possibilita um retorno imediato às atividades normais da entidade, devido ao fato do registro ou autorização continuar a existir no âmbito da CVM. Enquanto a cassação, o registro ou autorização é cancelado, devendo o interessado solicitá-lo novamente, depois de extinto o prazo da penalidade,

4 PRÁTICAS NÃO-EQUITATIVAS NO MERCADO DE CAPITAIS

A expressão práticas não-equitativas advém do período em que o Direito Mercantil era regido por diretrizes subjetivo-corporativistas, período no qual os consules eleitos pelos mercadores julgavam as práticas comerciais, caso a caso, com base no princípio da equidade.⁶³

Não obstante as várias inovações legislativas ao longo das últimas décadas, manteve-se a expressão práticas não-equitativas e, com isso, a abertura do tipo, seguindo-se,

⁶³ CORDEIRO FILHO, Ari. Práticas não equitativas. **Carta Mensal**. Rio de Janeiro: CNC. v. 52 n. 615. p.70.

portanto, a orientação da Lei nº 6.385, de 1976, cujo artigo 4º, VII, impõe ao CMN e à CVM o dever de garantir as práticas eqüitativas no mercado de capitais e reprimir aquelas que não o sejam, mediante procedimentos sancionadores, conforme o artigo 9º, V.

4.1 As práticas não-eqüitativas: condutas mais freqüentes

A Lei de criação da CVM dispõe sobre os ilícitos que ocorrem no mercado de capitais, mas não define o que seriam as práticas não-equitativas. Por outro lado, a Instrução Normativa CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979, veda as práticas não-equitativas aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, definindo como tal, no item II, aquela prática da qual resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, em negociações com valores mobiliários, um tratamento para qualquer das partes que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade, em face dos demais participantes da operação.⁶⁴

Verifica-se que a própria definição dada pela instrução é muito abrangente, recorrendo-se a conceitos vagos e imprecisos, o que permite ao aplicador da norma, no caso concreto, ampla discricionariedade.⁶⁵ Não se trata, porém, de liberdade irrestrita, cabendo ao julgador preencher os vazios do padrão genérico de conduta,⁶⁶ segundo as regras e princípios vigentes no ordenamento jurídico.

Tal amplitude dada ao tipo tem o objetivo de emprestar maior flexibilidade à atuação disciplinadora da CVM sobre o mercado, tornando possível configurar como ilícitas

⁶⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução normativa nº 8/79. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acessado em: 2.jun.2009.

⁶⁵ MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. São Paulo: Malheiros, 2005. p. 404.

⁶⁶ EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de Capitais: Regime jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 517.

operações ou práticas incompatíveis com a regularidade que se pretende assegurar ao mercado de valores mobiliários.⁶⁷

Caso fosse tentado alcançar todas as práticas não desejadas no mercado, o alto nível de criatividade para a respectiva burla acabaria por consagrar um sistema repressivo caracterizado pela impunidade.⁶⁸

Outro importante elemento presente nas decisões da CVM para definir práticas não-equitativas é a habitualidade, ou seja, um conjunto de operações num determinado espaço de tempo, durante o qual o cliente seria constantemente lesado, à medida que o infrator também constantemente se beneficiasse.⁶⁹

Em outras decisões, a habitualidade é caracterizada em relação ao conjunto dos indivíduos que realizam as atividades. Em determinado caso, um agente realizou uma única operação para sua carteira própria contudo o grupo de corretores e investidores de que fazia parte se envolveu em várias negociações, fato que foi preponderante para não isentá-lo de responsabilidade.⁷⁰

Diferentemente do Direito Penal, em que vigora o princípio *societas delinquere non potest*, segundo o qual a pessoa jurídica não pode ser responsabilizada por atos de quem a representa, no Direito Administrativo, é possível essa responsabilização, tendo

⁶⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Nota explicativa nº 14 de 1979. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acessado em: 12.jun.2009.

⁶⁸ Cf. Inquérito Administrativo da CVM nº 18/89, Relator: Pedro Carvalho de Mello

⁶⁹ Cf. Inquérito Administrativo da CVM nº 18/89, Voto do Diretor Rogério Bruno Crissiuma Martin

⁷⁰ Cf. Inquérito Administrativo da CVM nº 18/89, Relator: Pedro Carvalho de Mello, no qual ele afirma que embora tenha sido essa a única operação realizada pelo agente para sua carteira pessoal, no emaranhado das negociações em tela, nem por isso fica isento de responsabilidade, pois, para a caracterização do uso de prática não-equitativa, não importa a quantidade de operações praticadas por cada acusado, individualmente, porquanto inexistente o critério que a estabeleça, pelo que deve ser examinado o conjunto dos negócios concretizados e o contexto em que foram realizados.

em vista os benefícios auferidos pelos sócios em razão de atos praticados por seus administradores.⁷¹

Como observa Manoel Pedro Pimentel, apesar de não sofrerem pena privativa de liberdade, as pessoas jurídicas se sujeitam a sanções pecuniárias ou interdições como forma de reforçar a pena aplicada a seus mandatários e representantes.⁷²

As penas pecuniárias aplicadas às pessoas jurídicas acabam por atingir os seus sócios, mantenedores ou partícipes, já que repercutem no patrimônio da entidade e, conseqüentemente, nos seus resultados econômicos.

O dolo é considerado elemento essencial na configuração da conduta para que possa ser enquadrada como prática não-equitativa no mercado de capitais. Basta, no entanto, a ocorrência de dolo genérico, consubstanciado na intenção de fazer algo para alcançar um resultado *in abstracto*, pois tal ilícito pressupõe a intenção preordenada com vistas à ilicitude⁷³.

A conduta ilícita não precisa ser necessariamente ativa, podendo ser também comissiva, pois o que importa é saber se das operações resultou, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, para qualquer das partes, nas negociações com valores mobiliários, uma situação de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.⁷⁴

Os participantes do mercado também podem ser responsabilizados por atos culposos. É o caso, por exemplo, de administradores aos quais podem ser imputadas práticas

⁷¹ Cf. Inquérito Administrativo da CVM nº 16/93, Relator: Franciso Augusto da Costa e Silva

⁷² PIMENTEL, Manoel Pedro. **Direito Penal Econômico**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1973. p. 95.

⁷³ Cf. Inquérito Administrativo da CVM nº 25/89, Relator: Rogério Bruno Crissiuma Martins

⁷⁴ Cf. Inquérito Administrativo da CVM nº 18/89, Relator: Pedro Carvalho de Mello

não-equitativas, em razão de culpa *in vigilando* ou *in elegendo*.⁷⁵ Entretanto, se não tiverem se locupletado de algum modo com as práticas não-equitativas, receberão uma penalidade mais branda.⁷⁶

O tipo aberto alcança várias condutas perpetradas por participantes do mercado, tendo, em geral, como vítima um investidor institucional, especialmente em razão de sua grande capacidade financeira, dentre os quais os fundos mútuos de ações e entidades de previdência privada⁷⁷. Podem, igualmente, ser vítimas de tais práticas herdeiros de grandes fortunas e pequenos cotistas que não têm conhecimento sobre as operações de mercado. Tais práticas, porém, podem até não gerar prejuízo diretamente aos investidores, mas repercutem de forma negativa sobre o mercado de ações como um todo.

Entre tais condutas, destaca-se, por exemplo, a arbitragem simulada. Neste caso, o cliente dá uma ordem de venda de ações de determinada companhia, que são negociadas em duas ou mais bolsas de valores, e o corretor não executa a ordem na bolsa principal, e sim em outra onde um cúmplice as adquire e depois as vende na bolsa principal por um valor maior. Tal conduta era praticada no passado quando no Brasil havia mais de uma bolsa operando o mesmo papel.

Também é considerada prática não-equitativa negociação fora do ambiente bursátil que têm como foco os pequenos investidores mal informados. Essa prática ficou conhecida no mercado pelo nome de “garimpagem”.⁷⁸

⁷⁵ Cf. Inquérito Administrativo da CVM nº 37/88, Relator: Alfredo Henrique de Barros França dos Anjos

⁷⁶ Cf. Inquérito Administrativo da CVM nº 23/98

⁷⁷ ILENE PATRÍCIA DE NORONHA. Poder de Polícia da CVM. **Conselho da Justiça Federal, Série Cadernos do CEJ**. Simpósio sobre Direitos dos Valores Mobiliários. Brasília, 1998, v.15. p. 104.

⁷⁸ Cf. Inquérito Administrativo da CVM nº 02/1999. Data do julgamento. 06.09.2001.

Outra conduta que se caracteriza como prática não-equitativa ocorre quando o administrador da carteira do investidor institucional dá ordem de venda de uma grande quantidade de ações de determinada companhia, e o operador da corretora, tendo conhecimento prévio do volume de ações a serem comercializadas, passa a informação a operador de outra corretora, o qual realiza a venda do mesmo tipo de ação, geralmente em quantidade inferior àquela do investidor institucional. Assim, quando a venda em nome da instituição é realizada, o preço da ação cai e, nesse momento, o outro corretor compra as ações por um preço menor, realizando o lucro. Essa conduta pode, ainda, ser praticada pelo diretor ou outro membro da instituição investidora, que repassa a um terceiro corretor a informação.

Uma outra conduta que constitui prática não-equitativa é o *front-running*. Neste caso, um operador recebe determinada ordem e, antes de executá-la, registra outra ordem, em seu nome ou no de um terceiro e executa essa ordem incorreta em primeiro lugar, invertendo a ordem das operações do cliente.⁷⁹ Tal conduta pode ser enquadrada como prática não-equitativa se houver a intenção de obter lucro. Caso não tenha esse intenção, a conduta será tipificado como erro de registro, nos termos da Instrução CVM nº 387, de 28.04.2003.

Ocorre, igualmente, o *front-running* quando o intermediário tem conhecimento de uma ordem e opera essa mesma ordem, ganhando um diferencial entre a sua operação e a do cliente. O fato de mais tarde, os preços caírem ou subirem é irrelevante, pois o que caracteriza a prática é um conjunto de operações em um determinado espaço de tempo, durante o qual o cliente é lesado constantemente, à medida que o infrator se beneficia.⁸⁰

⁷⁹ ILENE PATRÍCIA DE NORONHA. Poder de Policia da CVM. **Conselho da Justiça Federal, Série Cadernos do CEJ**. Simpósio sobre Direitos dos Valores Mobiliários. Brasília, 1998, v.15. p. 104.

⁸⁰ Cf. Inquérito Administrativo da CVM nº 18/89, Voto do Diretor Rogério Bruno Crissiuma Martins

Existem casos em que os próprios administradores de carteira de investimentos, e no caso dos fundos, os seus próprios diretores, estão envolvidos, tomando decisões que não beneficiam ao fundo de investimento, e sim os participantes desse conluio.⁸¹ Nesses casos, todos os atos realizados pelo fundo de investimento ou qualquer outro investidor para compra ou venda de valores mobiliários contém vício de iniciativa, já que o seu procurador não está cumprindo com os seus deveres de lealdade para com o seu mandatário.

Quando um agente permite que outra pessoa utilize o seu nome para a realização de práticas não-equitativas, estas pessoas são consideradas, segundo o jargão do mercado de capitais, “laranjas”. Tais indivíduos são utilizados por agentes que tem o objetivo de ocultar as operações irregulares e dificultar as investigações. Existem dois tipos de pessoas que autorizam a realização de operações indevidas em seu nome: as pessoas que não têm qualquer conhecimento de mercado e que normalmente não são remuneradas⁸²; e aquelas que permitem que utilizem o seu nome, e recebem uma remuneração por tais operações.⁸³

4.2 Pesquisa dos casos de práticas não-equitativas

A presente pesquisa teve como objetivo analisar as condutas enquadradas como práticas não-equitativas na jurisprudência administrativa brasileira, sistematizando e analisando informações sobre a atuação da CVM e do CRSFN. Com este trabalho, pretende-se conhecer quais as condutas que foram enquadradas como práticas não-equitativas, quem são os agentes que as praticaram, quais foram as sanções aplicadas pela CVM e as decisões do CRSFN nos recursos interpostos.

⁸¹ Cf. Inquérito Administrativo da CVM nº 02/98. Data do julgamento: 30.09.1999

⁸² Cf. Inquérito Administrativo da CVM nº 02/1998

⁸³ Cf. Inquérito Administrativo da CVM nº 15/1997

A utilidade desta pesquisa está no fato de não existir na doutrina pátria qualquer estudo sobre a efetividade da atuação da CVM que é de grande relevância para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

4.2.1 Metodologia utilizada no estudo

A pesquisa abrange as duas esferas de decisão no âmbito administrativo: a Comissão de Valores Mobiliários e o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, não alcançando os casos judicializados. Não foram analisados, também, os inquéritos encerrados por meio de celebração de termo de compromisso.

Para iniciar a pesquisa, foi requisitado à Comissão de Valores Mobiliários, no dia 22 de outubro de 2008, uma busca em seu banco de dados sobre todos os casos em que aparecesse a expressão práticas não-equitativas. Tal pesquisa foi respondida no dia 12 de novembro de 2008, informando a existência de 74 processos relacionados a esse assunto. O primeiro era de 1980, e o último, até a data da realização da pesquisa, do ano de 2003. Foram, então, requisitados todos os acórdãos relacionados a estes processos para fins da pesquisa.

Fez-se um recorte temporal para análise de dados, estabelecendo-se como marco inicial da pesquisa o ano de 1997, quando se deu início às alterações na legislação disciplinadora do Mercado de Capitais, e como marco final o ano de 2003, quando foi julgado o último caso da relação apresentada pela CVM. Foram, então, analisados 29 processos, que tiveram 175 acusados. Como a aplicação da pena é individualizada foram realizadas 175 análises que foram sistematizadas levando em consideração as partes no processo, a conduta praticada, as decisões da CVM, as penalidades, a fundamentação das absolvições, os recursos interpostos e as respectivas decisões.

4.2.2 Definição dos itens analisados

O processo estatístico foi dividido nos seguintes grupos: investigados (partes do processo), conduta (ações que configuraram as práticas não-equitativas, decisões da CVM, CRFSN (recurso interposto e respectivas decisões), Status da decisão (recurso pendente ou julgado) e por fim, a linha temporal, levando-se em consideração o início do processo administrativo sancionador.

Em relação aos investigados, eles foram classificados em: i) terceiros, que são os investidores externos ou intermediários nas relações e qualquer outra pessoa que não pudesse ser incluída em outros tipos; ii) relacionados ao lesados, que são os agentes ou entidades de que têm como dever proteger o interesse de investidores que prejudicados por práticas não-equitativas, como distribuidoras de valores e seus funcionários, administradores de carteira de investimento e, nos casos onde foram lesados os fundos de investimentos, os seus diretores acusados, iii) tomadores de decisão das corretoras, que são aqueles agentes que têm o poder de decidir sobre as operações e modo de agir das Corretoras de Valores, bem como aqueles que têm por dever supervisionar e coordenar as operações das corretoras, como diretores de operações de mesa, diretores financeiros ou diretores presidentes; iv) os operadores de mesa têm como obrigação realizar as operações propriamente ditas, são aqueles que compram ou vendem valores mobiliários; v) corretoras; vi) e agentes autônomos, aqueles que realizam negociações no mercado, mas que não estão obrigatoriamente atrelados a uma corretora, podendo atuar por meio de várias corretoras.

No tocante à conduta de prática não-equitativa, verifica-se que o fator determinante para o seu enquadramento é a geração de benefício indevido.

Em relação às decisões proferidas pela CVM, verifica-se se houve absolvição e os motivos que a ensejaram, ou se houve condenação e as sanções aplicadas: multa, inabilitação e advertência. Já os casos de absolvição foram organizados analisado o critério que a ensejou, como falta de provas, prescrição ou inexistência de materialidade.

Por fim, foram qualificados os casos em que o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional foi provocado em grau recursal e a sua manifestação no sentido de manter ou reformar a decisão da Comissão de Valores Mobiliários, ou de agravar ou atenuar a pena, ou, ainda, se o recurso aguarda julgamento.

4.2.3 Avaliação dos dados da pesquisa

Dos 175 casos analisados, 30 aguardam julgamento recursal. Assim, foram julgados 145 casos, com 50 absolvições e 95 condenações transitadas em julgado. A partir do momento em que é autuado, o processo demora para ser julgado pelo colegiado CVM, em média, 2 anos e 1 mês. O tempo médio que ele gasta para ser julgado no CRSFN, a partir do momento em que ele é julgado pela CVM, é de 2 anos e 7 dias. Tais valores são apresentados como média, tendo em vista que alguns processos, desde de sua autuação, levaram 5 anos para serem julgados pela CVM. Enquanto outros foram julgados no mesmo ano em que foram autuados.

O mesmo pode-se afirmar com relação ao tempo que gasta para ser julgado no CRSFN. Alguns processos levaram menos de um ano, enquanto outros que datam de 2000 ainda não foram julgados. Desta forma, um processo administrativo sancionador gasta, em média, para ter sua decisão final proferida 4 anos e 1 mês.

No intervalo de tempo estudado, verificamos a quantidade de processos instaurados e a quantidade de pessoas indiciadas. No ano de 1997, foram instaurados 4

processos e 38 pessoas acusadas; no ano de 1998, foram instaurados 9 processos administrativos e 41 pessoas investigadas; em 1999, 7 processos tiveram início com 39 acusados; no ano de 2000, foram instaurados 5 processos nos quais foram acusadas 42 pessoas; já no ano de 2001, nenhum processo que investiga práticas não equitativas foi iniciado; e durante os anos de 2002 e 2003, em cada ano, foram iniciados 2 processos e nos quais 7 pessoas foram investigadas. Ou seja, o momento em que foram apuradas mais condutas irregulares foi entre 1997 e 2000.

Também foi objeto da pesquisa quais foram os agentes que realizaram condutas que pudessem ser tipificada da como práticas não-equitativas. Os principais indiciados foram agentes relacionados com os investidores lesados que apareceram em 47 casos; foram investigados, também, 43 terceiros investidores, e 39 tomadores de decisão das corretoras. Os que tiveram menor recorrência foram os agentes autônomos que apareceram 7 vezes, depois os operadores de mesa das corretoras que foram indiciados 15 vezes e as corretoras, pessoas jurídicas, com 24 acusações.

As absolvições ocorreram da seguinte forma: 29 ocorreram por falta de provas, 17 por falta de materialidade, uma pela prescrição, uma por morte e outras duas em razão da venda do controle acionário da pessoa jurídica, caso em que se entendeu que a adquirente não deveria ser responsabilizada pelos atos de sua antecessora. É visível que absolvições ocorrem principalmente devido a falta de provas no processo.

A prescrição foi um tema bastante discutido pelos colegiados da CVM e do CRSFN, sendo que em um dos casos ocorreu divergência. Tanto a CVM, quanto o CRSFN, entendem que a Lei nº 9.873/99, que regula o prazo prescricional da Ação punitiva da Administração Federal, aplica aos processos administrativos. Este prazo prescricional é de 5

anos, em regra, porém, para os atos ocorridos antes de 1º de julho de 1998, o prazo prescricional é de 2 anos, situação esta que se aplicava no caso analisado.

A divergência ocorreu quando a CVM afirmou que o prazo prescricional estava suspenso devido ao fato das diligências processuais, como afirma o artigo de 2º, II da referida lei.⁸⁴ Enquanto o CRSFN, afirmou que a data do fato considerado e a notificação do recorrente para responder ao processo decorreram mais de cinco anos. Para o Conselheiro do Relator do caso no Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, ato inequívoco é aquele pelo qual a parte tenha tomado conhecimento das apurações que estejam realizadas.⁸⁵

Outro ponto onde ocorreu divergência refere-se à alienação do controle acionário como forma de exclusão da pena da pessoa jurídica. A CVM argumenta que o processo administrativo por ela instaurado e julgado não tem natureza indenizatória e, sim, natureza punitiva. Desta forma, tal questão encontra óbice no artigo 5º, XLV⁸⁶. Entretanto o CRSFN diverge desta opinião. Pelos acórdãos analisados, a única informação possível de obter é que a alienação por controle acionário não causa absoluta de exclusão da pena.⁸⁷ Entretanto, em dois casos o CRSFN negou o recurso de ofício da CVM e manteve a decisão absolvendo as pessoas jurídicas.

Das 95 condenações transitadas em julgado, 37 foram pela prática de conhecimento prévio, sendo 35 por sanção pecuniária e 2 duas por inabilitação; com relação a

⁸⁴ Art. 2º Interrompe-se a prescrição:

I-pela citação do indiciado ou acusado, inclusive por meio de edital;

II-por qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato;

III-pela decisão condenatória recorrível.

⁸⁵ Cf. Recurso Voluntário para CRSFN nº 5957, Relator: André Luiz Dumortout de Medonça. (Processo Originário da CVM nº 25/00, Relator: Eli Loria)

⁸⁶ Nenhuma pena passará da pessoa do condenado, podendo a obrigação de reparar o dano e a decretação do perdimento de bens ser, nos termos da lei, estendidas aos sucessores e contra eles executadas, até o limite do valor do patrimônio transferido.

⁸⁷ Cf. Recurso do CRFSN nº 3071. Disponível em:

<<http://www4.bcb.gov.br/NXT/gateway.dll?f=templates&fn=default.htm&vid=nmsSecreCRSFN:idxSecreCRSFN>> . Acessado em: 08.dez.2009.

conduta erro de registro foram 20 condenações, com 18 sanções por multa e 2 por advertência; a conduta conhecida como “garimpagem” teve 6 sanções, sendo uma inabilitação e os 5 restantes, multa; as práticas de operações interpraças e fora do mercado tiveram 13 condenações sendo que foram 8 multas e 5 inabilitações; os agentes realizaram a conduta de “laranjas” foram condenados a pena de multa em dois momentos e por advertência em um; e os casos onde foram realizadas as práticas não-equitativas devido a vício nas decisões foram 13, sendo 11 condenações à pena de multa e 2 a pena de inabilitação.

Essas condenações resultaram em 79 sanções pecuniárias, que variaram de R\$ 2.000,00 a R\$ 8.315.492,00. A menor multa, no valor de R\$ 2.000,00, é do caso de um indivíduo que foi absolvida pela CVM, por mínima participação na fraude desenvolvida devido ao fato de que era simplesmente funcionário e não pôde comprovar se recebeu algum dividendo. Entretanto, o CRSFN entendeu que ele deve receber alguma sanção, pois participou ativamente entrando em contato com outros possíveis lesados. A maior multa do período estudado, no valor de R\$ 8.315.492,00, refere-se ao maior caso analisado. Neste processo, o grupo que realizava os atos irregulares movimentou mais de US\$ 15.000.000,00. Houve várias corretoras, distribuidoras e diretores de fundo de pensões julgados e punidos, totalizando o valor de R\$ 66.641.171,16, em sanções pecuniárias. Dois diretores de distribuidoras de Valores foram inabilitados de atuar no mercado mobiliário. Com isso, podemos perceber que os principais fatores de majoração do valor das multas são o volume financeiro movimentado e a participação do agente no ato irregular.

No tocante às sanções não pecuniárias, a pena de inabilitação foi aplicada a 9 investigados, sendo 5 os tomadores de decisão das corretoras, um operador de mesa, 2 relacionados aos lesados e além disso, 1 terceiro. É importante perceber que tanto a CVM, quanto o CRSFN, não impôs a sanção de suspensão ou cassação de registro junto à CVM às

pessoas jurídicas por mais que alguns agentes realizem condutas irregulares repetidas vezes. Já pena de advertência foi aplicada a três agentes, uma vez a um terceiro investidor e duas vezes a tomadores de decisão da corretora.

A inabilitação é uma pena aplicada principalmente aos tomadores de decisão das corretoras, devido ao fato de que a função em que atuam influencia diretamente no sucesso do ato irregular. Percebemos isso, pois foram suspensos 8 tomadores de decisão das corretoras em 12 casos.

É interessante ressaltar um caso, onde um operador de mesa e um terceiro investidor foram punidos com inabilitação. Neste caso, o operador de mesa, o terceiro investidor e o diretor da Corretora realizaram uma arbitragem simulada que gerou prejuízo direto ao investidor, ficou claro a participação e função de cada um dos agentes.

Por isto, o operador de mesa e o terceiro investidor foram punidos com um ano de inabilitação para atuar no mercado de valores mobiliários, enquanto o diretor da corretora, em função da posição que ocupava, recebeu a mesma sanção pelo período de dois anos. O que demonstra sobre práticas não-equitativas os julgadores tendem a serem mais severos com os tomadores de decisão das corretoras.

A pena de advertência foi aplicada 3 vezes nos processos estudados. Dois agentes foram julgados no mesmo processo em situações semelhantes. Neste caso, ambos eram tomadores de decisões da corretora e foram punidos pela CVM com multa, situação que foi convolada pelo CRSFN em advertência. Isto ocorreu devido ao fato do ganho patrimonial ter sido pequeno em comparação com o que ocorreu no mercado de forma equitativa. Mas como ocorreu uma operação que colocou em desvantagem um dos participantes do mercado, os dois tomadores de decisão foram punidos com advertência.

O terceiro agente é um terceiro investidor que permitiu que seu nome fosse utilizado para a realização de práticas não-eqüitativas mesmo com total conhecimento das circunstâncias. Ele foi condenado à pena de advertência devido a reduzida participação no conluio. Ou seja, quando o valor da vantagem obtida é muito pequena e quando a participação é reduzida, as partes têm como sanção a advertência.

É importante ressaltar que tivemos poucas penas de advertência em casos de práticas não-eqüitativas, pois os julgadores enquadram normalmente a conduta em outro tipo, como por exemplo, erro de preenchimento de ordem e, assim, aplicam a sanção de advertência. Entretanto, tais tipos não foram objetos da pesquisa.

Das 36 decisões da CVM reformadas pelo Conselho, em 23 casos houve reforma total, manifestando-se a autoridade *ad quem* pela condenação. Nos casos que a CVM absolveu e o CRSFN condenou, a CVM absolveu devido a falta de provas apresentadas nos autos. Em 2 casos o Conselho reformou totalmente a decisão da CVM para absolver o investigado. Nos restantes, 11 casos, a reforma foi parcial para abrandar a pena cominada pela CVM.

CONCLUSÃO

O objeto deste trabalho foi analisar quais condutas foram mais realizadas no mercado com objetivo de gerar desequilíbrio entre as partes e assim, configurando as práticas não-equitativas e além disso, verificar como ocorreram as repressões a tais atos.

Com a pesquisa concluímos que as práticas não-equitativas mais comuns adotadas pelos agentes que atuam no mercado são: registrar ordens de compra e venda de forma incorreta, realizar negociações fora do ambiente bursátil, obter conhecimento antecipado de compra que serão realizadas e assim comprar antecipadamente, o administrador da carteira de um cliente realiza negócios visando lucro para terceiro.

Concluimos também que os principais agentes que cometem estas irregularidades são: tomadores de decisões nas corretoras, distribuidoras e administradores de recursos de terceiros. E que a sanção mais aplicada é a multa. As sanções aplicadas são condizentes com o valor movimentado, elemento essencial para definir a sanção.

Dos 175 casos pesquisados, o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional manteve, em 97 deles, a decisão proferida pela CVM, o que demonstra uma razoável margem de acerto dos julgados da Comissão.

Concluimos assim, com uma garantia em termos numéricos, que existe uma boa integração entre as esferas administrativas no que concerne ao entendimento sobre as matérias analisadas.

REFERÊNCIAS

ARAGÃO, Alexandre Santos de, **Agências Reguladoras**. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2002. 1 ed.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <
<http://www.bacen.gov.br/crsfn/crsestru.htm>> Acessado em: 17 nov. 2008.

CAETANO, Marcello. **Manual de Direito Administrativo**. Vol. II. 10. ed. Coimbra: Almedina, 2004.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A Nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASAGRANDE Neto, Humberto; SOUZA, A. Lucy; ROSSI, Maria Cecília. **Abertura do Capital de Empresas no Brasil**. 3. ed. Ed. São Paulo:Atlas, 2000.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Cf. Inquérito Administrativo da CVM nº 18/89, Relator: Pedro Carvalho de Mello

_____. Deliberação n. 457/2002. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acessado em: 4.jan.2009.

_____. Inquérito Administrativo da CVM nº 18/89, Voto do Diretor Rogério Bruno Crissiuma Martins

_____. Inquérito Administrativo da CVM nº 16/93, Relator: Franciso Augusto da Costa e Silva

_____. Inquérito Administrativo da CVM nº 25/89, Relator: Rogério Bruno Crissiuma Martins

_____. Inquérito Administrativo da CVM nº 18/89, Relator: Pedro Carvalho de Mello

_____. Inquérito Administrativo da CVM nº 37/88, Relator: Alfredo Henrique de Barros França dos Anjos

_____. Inquérito Administrativo da CVM nº 18/89, Voto do Diretor Rogério Bruno Crissiuma Martins

_____. Inquérito Administrativo n.10/88. Ary Oswaldo Mattos Filho. 06.11.1991.

_____. Instrução normativa nº 8/79. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acessado em: 2.jun.2009.

_____. Nota explicativa nº 14 de 1979. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acessado em: 12.jun.2009.

_____. **Órgão Regulador e a Experiência Auto Regulatória.** mai. 2001. Disponível em: <www.cvm.gov.br/port/public/publ/PalestraAuto-regulação.ppt>. Acessado em: 5.jun.2009.

_____. Inquérito Administrativo da CVM nº 23/98

_____. Inquérito Administrativo n. 10/88. 06.11.1991

_____. P.A. RJ 2005/0097, Relatora. Diretora. Maria Helena de Santana, j. 15.03.2007

COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Empresarial.** São Paulo: Saraiva, 1995.

CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/crsfn/crsatrib.htm> > Acessado em: 17 nov. 2008.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução nº 1655 de 26 de outubro de 1989. Disponível em: < <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=089147609&method=detalharNormativo> >. Acessado em: 3.jun.2009.

CORDEIRO FILHO, Ari. Práticas não equitativas. **Carta Mensal.** Rio de Janeiro: CNC. v. 52 n. 615.

COVAS, Silvânio; CARDINALI, Adriana Laporta. **O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional:** Atribuições e Jurisprudência. São Paulo: Quartier Latin, 2008.

DUBEUX, Júlio Ramalho. **A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro.** Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006.

EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de Capitais: Regime jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

EIZIRIK, Nelson. **Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

FARIA, Rogério Gomes de. **Mercado Financeiro: Instrumentos & Operações**. São Paulo: Prentice Hall, 2003.

ILENE PATRÍCIA DE NORONHA. Poder de Policia da CVM. **Conselho da Justiça Federal, Série Cadernos do CEJ**. Simpósio sobre Direitos dos Valores Mobiliários. Brasília, 1998, v.15.

KANDIR, Antonio. **Reforma da lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro; Forense, 2002.

LAMEIRA Valdir de Jesus. **Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000.

LAMY, Alfredo ; PEDREIRA Bullhões. A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de janeiro: Editora Renovar, 1997.

LIVEIRA, Fernando A. Albino, **Poder Regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários**, mimeo, Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade do Estado de São Paulo – USP.

MAGLIANO FILHO, R. A importância do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) para o mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, n. 30, 2006.

MEDAUAR, Odete. **A Processualidade no Direito Administrativo**. RT:São Paulo, 1993.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. São Paulo: Malheiros, 2005.

MENEZES DA SILVA, Júlio Alexandre. **O Impacto da Repressão Financeira no Desenvolvimento do Sistema Financeiro Nacional**. 2005. Dissertação (Mestrado em economia) Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciências de Informação e Documentação, Universidade de Brasília, Brasília.

MIRANDA, Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. v. 52.

MOSQUERA, Roberto Quiroga (Org.). **Aspectos Atuais do Direito do Mercado de Financeiro e de Capitais**. II vol. São Paulo: Dialética, 2000.

PAIVA, Heitor Gomes de. **Contrato de Corretagem**. Rio de Janeiro: Universidade do Estado da Guanabara, 1963.

PIMENTEL, Manoel Pedro. **Direito Penal Econômico**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1973.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. DECRETO N.º 3.955, de 31 de outubro de 2001. Altera e acresce dispositivos à Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, nas matérias reservadas a decreto. D.O.U. de 1.11.2001.

_____. LEI N.º 10.303 de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. D.O.U. de 01.11.2001.

_____. LEI N.º 10.411 de 26 de fevereiro de 2002. Altera e acresce dispositivos à Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. D.O.U. de 27.2.2002.

_____. LEI N.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. D.O.U. de 31.1.1965.

_____. LEI N.º 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. D.O.U. de 16.7.1965.

_____. LEI N.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. D.O.U. de 17.12.1976.

_____. LEI N.º 10.198, DE 14 de fevereiro de 2001. Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências D.O.U. de 16.2.2001.

_____. LEI No 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. D.O.U. de 9.12.1976.

_____. LEI Nº 9.457, de 5 de maio de 1997. Altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

SADDI, J. Reformando o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. In: **Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Dialética, 1999.

VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. **As Sociedades Corretoras e o Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: Lumen Júris, 2003.

WALD, Arnoldo; EIZIRIK, Nelson. O regime Jurídico das Bolsas de Valores e sua Autonomia frente ao Estado. **Revista de Direito Mercantil**. n. 61. São Paulo.

WALD, Arnoldo. A Caracterização da Corretora de Câmbio e Títulos Como Instituição Financeira e Seu Regime Legal. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico, Financeiro**. v. 36, 1979.